

公司研究

24 年磷复肥产销稳步增长，阿居洛呷 290 万吨磷矿项目已开工

——云图控股（002539.SZ）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年，公司实现营收 203.81 亿元，同比减少 6.37%；实现归母净利润 8.04 亿元，同比减少 9.80%；实现扣非后归母净利润 7.17 亿元，同比增长 0.40%。2024Q4，公司单季度实现营收 46.85 亿元，同比减少 16.66%，环比减少 0.14%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比减少 23.65%，环比减少 37.17%。

点评：

磷复肥营收销量稳步增长，化工产品毛利率降低拖累业绩。2024 年，公司磷复肥业务实现营收 114.30 亿元，同比增长 13.2%，毛利率同比提升 1.1pct。其中常规复合肥、新型复合肥及磷肥业务营收同比分别增长 2.1%和 22.8%。销量方面，2024 年公司磷复肥销量约为 418 万吨，同比增长 10.6%。然而，由于纯碱、黄磷等主要化工品价格的下跌，公司化工类产品整体营收出现下滑，对应毛利率回落。2024 年，公司化工类产品整体实现营收 35.53 亿元，同比减少 3.8%，毛利率同比下降 7.7pct。其中，纯碱和黄磷产品营收同比分别减少 28.4%和 10.4%，对应产品毛利率分别下降 11.6pct 和 3.9pct。2024 年，公司整体期间费用率约为 6.8%，同比提升 0.6pct。

有序推进年产 70 万吨合成氨项目，阿居洛呷磷矿现已开工。截至 2024 年年底，公司 70 万吨合成氨项目主体结构已建设完毕，设备采购基本完成，部分核心设备进入安装阶段。随着该项目的建成，公司氮肥原料缺口将得以有效弥补，从而进一步扩大公司“盐—碱—肥”全产业链规模，增强产业链协同效应。磷矿方面，公司旗下雷波三宗磷矿资源已探明储量共计 5.49 亿吨。2024 年 10 月，阿居洛呷磷矿取得 290 万吨/年采矿许可证，并于 2025 年 3 月正式开工建设。另外，公司雷波牛牛寨东段磷矿 400 万吨/年采矿工程正在进一步优化采选方案。上述两大磷矿项目建设完成后，将大幅提升公司磷矿石的自给率，进一步夯实公司的产业链优势和成本优势。

盈利预测、估值与评级：2024 年公司磷复肥营收及产销量稳步增长，黄磷、纯碱等化工品价格下跌致使公司整体盈利回落。考虑到纯碱等产品价格仍处于低位水平，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 8.50（下调 19.8%）/10.26（下调 19.7%）/13.21 亿元。随着公司合成氨和磷矿石项目的建成，公司原料自给能力将大幅增强，进而显著提升公司产业链优势和成本优势，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，产能建设进度不及预期，环保及安全生产风险，行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,767	20,381	21,995	24,075	26,220
营业收入增长率	6.17%	-6.37%	7.92%	9.45%	8.91%
净利润（百万元）	892	804	850	1,026	1,321
净利润增长率	-40.22%	-9.80%	5.64%	20.74%	28.76%
EPS（元）	0.74	0.67	0.70	0.85	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.78%	9.12%	8.90%	9.82%	11.38%
P/E	11	12	11	9	7
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-21

买入（维持）

当前价：7.88 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.08
总市值(亿元):	95.17
一年最低/最高(元):	6.32/9.10
近 3 月换手率:	52.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.66	0.99	-1.91
绝对	1.27	-0.74	9.12

资料来源：Wind

相关研报

秋肥销售延后 24Q3 业绩回落，关注公司上游资源产能建设——云图控股（002539.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-28）

复合肥等价跌业绩承压，关注上游资源项目落地进展——云图控股（002539.SZ）2023 年年报点评（2024-04-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,767	20,381	21,995	24,075	26,220
营业成本	19,552	18,199	19,655	21,443	23,164
折旧和摊销	713	963	1,275	1,343	1,406
税金及附加	94	87	94	103	112
销售费用	340	293	316	346	377
管理费用	559	566	611	669	729
研发费用	315	337	363	398	433
财务费用	132	185	257	253	246
投资收益	113	35	47	53	65
营业利润	1,017	914	966	1,156	1,487
利润总额	1,020	912	957	1,154	1,482
所得税	147	93	97	117	151
净利润	873	819	860	1,036	1,331
少数股东损益	-19	15	10	10	10
归属母公司净利润	892	804	850	1,026	1,321
EPS(元)	0.74	0.67	0.70	0.85	1.09

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	656	630	1,932	2,273	2,595
净利润	892	804	850	1,026	1,321
折旧摊销	713	963	1,275	1,343	1,406
净营运资金增加	1,004	402	576	515	538
其他	-1,953	-1,539	-770	-612	-670
投资活动产生现金流	-3,574	-2,068	-954	-747	-535
净资本支出	-3,397	-2,008	-1,000	-800	-600
长期投资变化	0	21	0	0	0
其他资产变化	-177	-82	46	53	65
融资活动现金流	1,636	1,307	-1,725	-1,318	-1,845
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,502	2,054	-1,347	-938	-1,446
无息负债变化	-1,292	516	46	261	227
净现金流	-1,277	-127	-747	208	215

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	10.2%	10.7%	10.6%	10.9%	11.7%
EBITDA 率	8.7%	10.7%	11.2%	11.2%	11.7%
EBIT 率	5.1%	5.7%	5.4%	5.7%	6.4%
税前净利润率	4.7%	4.5%	4.4%	4.8%	5.7%
归母净利润率	4.1%	3.9%	3.9%	4.3%	5.0%
ROA	4.3%	3.5%	3.7%	4.4%	5.7%
ROE (摊薄)	10.8%	9.1%	8.9%	9.8%	11.4%
经营性 ROIC	6.2%	6.0%	6.0%	6.9%	8.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	59%	62%	58%	55%	50%
流动比率	0.87	0.94	1.11	1.40	1.97
速动比率	0.52	0.56	0.61	0.77	1.08
归母权益/有息债务	1.06	0.89	1.12	1.38	1.89
有形资产/有息债务	2.29	2.12	2.39	2.73	3.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	20,499	23,649	23,086	23,318	23,277
货币资金	2,595	2,947	2,200	2,407	2,622
交易性金融资产	0	25	25	25	25
应收账款	396	441	476	521	567
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	99	47	51	56	61
存货	3,291	3,847	4,157	4,538	4,905
其他流动资产	634	887	887	887	887
流动资产合计	8,201	9,586	9,299	10,075	10,839
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	30	8	8	8	8
固定资产	7,176	7,730	7,334	6,811	6,137
在建工程	1,388	1,830	1,897	1,843	1,697
无形资产	2,109	2,240	2,195	2,152	2,108
商誉	32	32	32	32	32
其他非流动资产	550	1,181	1,181	1,181	1,181
非流动资产合计	12,298	14,063	13,787	13,243	12,438
总负债	12,155	14,725	13,423	12,746	11,526
短期借款	4,262	3,922	2,074	2,302	356
应付账款	1,027	815	881	961	1,038
应付票据	849	1,381	1,491	1,627	1,757
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	167	164	164	164	164
流动负债合计	9,415	10,191	8,389	7,212	5,493
长期借款	2,540	4,284	4,784	5,284	5,784
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	180	201	201	201	201
非流动负债合计	2,740	4,534	5,034	5,534	6,034
股东权益	8,344	8,924	9,663	10,572	11,751
股本	1,208	1,208	1,208	1,208	1,208
公积金	3,304	3,356	3,441	3,543	3,576
未分配利润	3,735	4,233	4,877	5,674	6,810
归属母公司权益	8,276	8,816	9,546	10,445	11,613
少数股东权益	67	108	118	128	138

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.56%	1.44%	1.44%	1.44%	1.44%
管理费用率	2.57%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%
财务费用率	0.61%	0.91%	1.17%	1.05%	0.94%
研发费用率	1.45%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
所得税率	14%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.10	0.10	0.13	0.16
每股经营现金流	0.54	0.52	1.60	1.88	2.15
每股净资产	6.85	7.30	7.90	8.65	9.62
每股销售收入	18.02	16.88	18.21	19.93	21.71

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	12	11	9	7
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.4	8.8	7.4	6.4	5.2
股息率	2.5%	1.3%	1.3%	1.6%	2.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP